

### چکیده

بر اساس مدل‌های نظری و نتایج پژوهش‌های صورت گرفته، پیش‌بینی می‌شود بین ابعاد کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس و معناداری وجود داشته باشد. در این تحقیق ارتباط بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شش بعد کیفیت سود، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. شش بعد کیفیت سود مبتنی بر اطلاعات حسابداری شامل کیفیت اقلام تعهدی، تغییرپذیری سود، اقلام تعهدی اختیاری، عامل مشترک، قابلیت پیش‌بینی سود و هموار بودن سود می‌باشند. آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که عموماً شرکت‌های دارای حداقل ارزش مطلوب برای هر کیفیت سود (هر کیفیت به صورت جداگانه مد نظر قرار گرفت) در مقایسه با شرکت‌های دارای حداکثر ارزش مطلوب، از هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری برخوردار می‌باشند. در این میان تاثیر عامل مشترک بر هزینه سرمایه تایید نشد و اقلام تعهدی اختیاری رابطه‌ای خلاف انتظار با هزینه سرمایه دارد. در میان چهار شاخص دیگر کیفیت سود، "کیفیت اقلام تعهدی" دارای بیشترین تاثیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام است. علاوه بر آن، قدرت توضیح‌دهندگی مدل در بردارنده شش شاخص کیفیت سود، بیش از قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌هایی است که تنها یکی از شاخص‌های کیفیت سود را به عنوان متغیر مستقل استفاده کرده‌اند. بنابراین می‌توان گفت که کیفیت سود دارای یک رابطه منفی معنی دار با

۱- استاد و هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات nikooram@srbiau.ac.ir  
۲- هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج (مسئول مکاتبات) p\_amini146@iausdj.ac.ir

هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد. نتایج این پژوهش می‌تواند اهمیت و جایگاه کیفیت سود از نگاه سرمایه گذاران و سایر ذینفعان را یادآوری نماید.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت سود، هزینه سرمایه، کیفیت اقلام تعهدی، تغییر پذیری سود، هموار بودن سود

### مقدمه

امروزه بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور به شمار می‌رود. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند، زیرا اغلب تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان گرفته می‌شود. بنابراین در چنین وضعیتی اطلاعات نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان دارد. بیش از چهار دهه از شروع تحقیقات منظم و روشمند درباره تاثیر اطلاعات حسابداری بر قیمت و بازده سهام می‌گذرد. در نیمه دوم قرن بیستم تحقیقات وسیعی در خصوص سودمندی گزارش‌های مالی و واکنش بازار سرمایه نسبت به اطلاعات حسابداری صورت گرفته است که عمده این تحقیقات در زمینه رابطه بین سود و رفتار قیمت سهام می‌باشد. اما در بسیاری از تحقیقات انجام شده پیرامون رابطه سود و بازده به مساله کیفیت سود و بطور اعم کیفیت گزارشگری مالی آن چنان توجه نشده است. سود در زمره مهمترین اطلاعات حسابداری است که تحقیقات وسیعی در مورد تاثیر آن بر رفتار قیمت سهام انجام شده و سودمندی آن از جهات مختلف مورد تأیید واقع گردیده است. به همین دلیل در مفاهیم گزارشگری مالی، سودمندی سود همواره مورد تأکید است که از آن جمله می‌توان به بیانیه شماره یک مفاهیم نظری هیأت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۱</sup> (۱۹۷۸) اشاره کرد.

این تصور که سود به‌عنوان اصلی‌ترین منبع اطلاعات مختص شرکت است، توسط تحقیقات تجربی مختلف مورد پشتیبانی قرار گرفته است. این تحقیقات نشان داده است که

سرمایه‌گذاران به سود، بیشتر از هر معیار دیگری از جمله سود تقسیمی و جریان‌های نقدی تکیه می‌کنند. همچنین نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که مدیران سود را به عنوان معیار کلیدی مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در نظر می‌گیرند (فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴)).

از سوی دیگر هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است. هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی بازی می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و آثاری که این منابع بر ریسک و بازده شرکت دارند، معین کند. هدف شرکت باید به حداقل رساندن هزینه تامین مالی (پس از کسر مالیات) باشد. از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است.

بر اساس یافته‌های پژوهش‌های پیشین (مانند فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴؛ ۲۰۰۸؛ ۲۰۰۵))، انتظار بر این است که کیفیت سود به صورت مشترک؛ بر اساس تصمیمات گزارشگری و اجرایی مدیریت (اختیاری)، ویژگی‌های ذاتی مدل تجاری واحد تجاری و محیط عملیاتی شرکت (غیر اختیاری یا ذاتی) تعیین گردد. در نتیجه در این پژوهش تاثیرات اجزای اختیاری و غیر اختیاری کیفیت سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام به صورت جداگانه و هم‌زمان اندازه‌گیری می‌شود تا معیار دقیق‌تری از تاثیر بعد اختیاری کیفیت سود (ناشی از تصمیمات گزارشگری و اجرایی مدیریت) بر هزینه حقوق صاحبان سهام به دست آید.

این پژوهش بر مبنای مطالعات فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴؛ ۲۰۰۵؛ ۲۰۰۸)، بارث و لندزمن<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، کوهن<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) و بارون<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) انجام شده است. هر یک از این پژوهش‌ها تاثیرات یک یا چند بعد از کیفیت گزارشگری را بر روی هزینه سرمایه مورد بررسی قرار داده‌اند. فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴)، هفت ویژگی سود را در مقابل دو گروه ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری و ویژگی‌های مبتنی بر بازار آزمون کردند؛ فرانسیس و

دیگران (۲۰۰۵)، کیفیت اقلام تعهدی را مورد مطالعه قرار دادند؛ فرانسیس و دیگران (۲۰۰۸)، دو شاخص کیفیت شامل اقلام تعهدی و اقلام تعهدی اختیاری را مطالعه کردند؛ بارث و لندزمن (۲۰۰۳) مربوط بودن را آزمون کردند؛ کوهن (۲۰۰۳) معیاری شبیه به معیار کیفیت اقلام تعهدی دچو و دیچو<sup>۵</sup> (۲۰۰۲) را مورد بررسی قرار داد و بارون (۲۰۰۳) امتیاز بنیادی و امتیاز ثانویه مبتنی بر نسبت‌های مالی را آزمون کردند، اما آنها مشخص نکرده‌اند که کیفیت مورد بررسی آنها تنها کیفیت مورد توجه سرمایه‌گذاران است یا خیر؟ هدف پژوهش تعیین اهمیت هر یک از شاخص‌های کیفیت سود برای سرمایه‌گذاران و اندازه‌گیری اهمیت آنها به وسیله اندازه شدت رابطه یک بعد کیفیت با برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام مربوط به آن کیفیت خاص است. لذا مساله اصلی پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد که آیا ویژگی‌های مختلف سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار دارد یا خیر؟

### مبانی نظری و پیشینه

#### ابعاد کیفیت سود و هزینه سرمایه

در این بخش ارزیابی اولیه خود را نسبت به ابعاد کیفیت سود که در این تحقیق و در تحقیقات قبلی مد نظر قرار گرفته است شرح خواهیم داد. در بخش بعدی چگونگی ارتباط این ویژگیها با ریسک اطلاعاتی را بیان خواهیم کرد.

**کیفیت اقلام تعهدی.** اخیراً اقلام تعهدی حسابداری توجهات زیادی را به عنوان معیار کیفیت سود به خود جلب کرده است. بسیاری از روش‌های ارزیابی کیفیت سود بر این نکته تمرکز دارند که سودی مطلوب‌تر است که به وجه نقد نزدیک‌تر است. پنمن<sup>۶</sup> (۲۰۰۱) و هریس و دیگران<sup>۷</sup> (۲۰۰۰). دچو و دیچو (۲۰۰۲) معیاری برای اندازه‌گیری کیفیت سود پیشنهاد و مورد آزمون قرار دادند که به وسیله رابطه میان اقلام تعهدی جاری به جریان‌های وجه نقد دوره گذشته، دوره جاری و دوره آتی به دست می‌آید. فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) نشان دادند که این معیار با اندازه هزینه سرمایه و هزینه بدهی و کیفیت سرمایه

مربوط است. در واقع این مدل بر خطا در اندازه‌گیری اقلام تعهدی تمرکز دارد. از این منظر، کیفیت سود رابطه معکوسی با مقادیر خطا در برآورد اقلام تعهدی دارد و معیار وجود خطا در اندازه‌گیری اقلام تعهدی را رابطه بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش و جریان‌های نقدی عملیاتی می‌داند. (فرضیه اول پژوهش).

**تغییر پذیری سود :** برخی پژوهش‌های حسابداری کیفیت سود را به پایدار بودن سود نسبت می‌دهند. در نتیجه، این کیفیت به پایداری سود باز می‌گردد. پایداری با این مفهوم همراه است که شرکت سود خود را در بلندمدت حفظ می‌کند. بنابراین سودی با کیفیت است که در آینده رخ می‌دهد. سود با ثبات به دلیل اینکه مجدداً روی می‌دهد مطلوب است (به طور مثال، پنمن و فرانک ۲۰۰۲، روزینی و دیگران<sup>۸</sup> ۲۰۰۲ و ریچاردسون<sup>۹</sup> ۲۰۰۳). برخی اوقات تحلیل‌گران بر تکرار پذیری یا پایداری سود تمرکز دارند (فرانسیس و دیگران (۲۰۰۸)). (فرضیه دوم پژوهش).

**اقلام تعهدی اختیاری.** پژوهش‌های زیادی کیفیت سود را به اختیارات حسابداری و محاسباتی مدیریت و همچنین اختیار در انتخاب اصول و روش‌های متفاوت حسابداری نسبت داده‌اند. در این رابطه اقلام تعهدی اختیاری منعکس کننده کیفیت پایین‌تر سود است. در چنین وضعیتی تمایز میان اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری از اهمیت فراوانی برخوردار است. اقلام تعهدی اختیاری آن بخش از اقلام تعهدی است که منعکس کننده اعمال اختیار توسط مدیریت در محیط اقتصادی شرکت است. دی آنجلو<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۶) کل اقلام تعهدی اختیاری را به عنوان تفاوت بین کل اقلام تعهدی و کل اقلام تعهدی غیر اختیاری تعریف می‌کند. فرض بنیادین چنین تعریفی از کیفیت سود آن است که تفاوت میان اقلام سال جاری و سال گذشته تا حدود زیادی به اقلام تعهدی اختیاری قابل انتساب است، زیرا اقلام تعهدی غیر اختیاری در طول یکسال تفاوت چندانی نخواهد داشت. هر چند در مدل‌های بعدی این فرض کنار گذاشته می‌شود و تغییرات در عوامل و شرایط اقتصادی را به عنوان اقلام تعهدی غیر اختیاری می‌پذیرد (فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵)). (فرضیه سوم پژوهش).

**عامل مشترک.** همانگونه که پیش از این بیان شد توافق کاملی در رابطه با تعریف و معیار کیفیت سود حسابداری وجود ندارد و بنابراین مدل‌های مختلفی برای اندازه‌گیری مقادیر کیفیت سود طراحی شده است. به منظور بکارگیری از معیاری که اندازه‌های متفاوت ابعاد کیفیت مختلف سود را برای یک شرکت داشته باشد از عامل مشترک استفاده می‌شود که توسط فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) معرفی شود و سه شاخص اصلی (۱) کیفیت اقلام تعهدی (۲) تغییرپذیری سود (۳) اقلام تعهدی اختیاری را با یکدیگر ترکیب می‌کند. (فرضیه چهارم پژوهش).

**پیش‌بینی پذیری.** لیپ<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۰) این ویژگی را به عنوان توانایی سود در پیش‌بینی خود تعریف می‌کند. قابلیت پیش‌بینی در چارچوب مفهومی FASB یکی از عناصر مربوط بودن است و بنابراین از دید استانداردگذاران ویژگی مطلوبی است. همچنین این ویژگی توسط تحلیل‌گران ارزش‌گذاری شده و جزء ضروری ارزش‌گذاری است (لی<sup>۱۲</sup> ۱۹۹۹). این کیفیت از سود نیز بر ویژگی‌های سری‌های زمانی جریان‌های سود تمرکز دارد. درحالی که به صورت معمول اعتقاد بر این است که سود از مدل‌های گشت تصادفی تبعیت می‌کند (یعنی، سودهای دائمی به صورت کامل همبستگی دارند و تغییرات سود در طی زمان فاقد همبستگی هستند). پژوهش‌های اخیر (مانند کولینز و کوتاری ۱۹۸۹) نشان داد که می‌توان بین تغییرات سود در طی زمان نیز همبستگی معناداری یافت. بر این اساس (و بر خلاف مدل گشت تصادفی) سود دوره جاری تنها بخشی از جریان سود مورد انتظار است و سود سال آتی بر اساس تغییرات در سود سال جاری قابل پیش‌بینی است (بارث و لندزمن ۲۰۰۳). (فرضیه پنجم پژوهش).

**هموار بودن.** بحث در مورد مزایای سود هموار به رنن و سادان<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۱)، چنی و لویز<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۵) و دمسکی<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۸) بر می‌گردد. بحث در مورد اینکه هموار بودن یک ویژگی مطلوب سود است، برگرفته از این دید است که مدیران از اطلاعات خصوصی خود در مورد سودهای آتی برای هموار کردن نوسانات موقت سود استفاده و ارقام سود گزارش شده مفیدتری به دست می‌آورند. هموار بودن سود بر گرفته از این فرض است که می‌توان

اقدام تعهدی موجود در سود را در سه دسته طبقه‌بندی نمود. در گروه نخست اقدام تعهدی قرار می‌گیرند که متشکل از تعدیلات مبتنی بر اطلاعات در دسترس عمومی قرار دارند. دسته دوم، تعدیلات مبتنی بر اطلاعات خصوصی مدیریت می‌باشند و دسته سوم تعدیلات مبتنی بر انگیزه‌های شخصی مدیریت هستند. دسته نخست، اقدام تعهدی غیر اختیاری نامیده می‌شوند و دسته سوم اقدام تعهدی اختیاری نامیده می‌شوند. تعاریف مختلف از اقدام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری سبب می‌شود که دسته دوم اقدام تعهدی برخی مواقع جزء اقدام تعهدی اختیاری و در دیگر موارد در بخش اقدام تعهدی غیر اختیاری قرار گیرند (فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴)). (فرضیه ششم پژوهش).

به جز فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۸)، تحقیقات قبلی مبنایی برای پیش‌بینی دامنه مربوط به تاثیرپذیری هزینه سرمایه از کیفیت‌های سود یا تاثیرات متقابل آنها (هنگامی که چند نوع کیفیت سود با یکدیگر در نظر گرفته می‌شوند، آیا برخی از کیفیت‌های سود، بر سایر کیفیت‌ها تاثیر می‌گذارد؟) را فراهم نمی‌آورند. اگر اعتقاد بر آن است که هر یک از شاخص‌های در نظر گرفته شده برای کیفیت سود، بعد متفاوتی از کیفیت اطلاعات را نمایش می‌دهد، می‌توان انتظار داشت که تاثیرات متقابل نیز میان این ویژگی‌ها وجود خواهد داشت. برای مثال، اگر سرمایه‌گذار دریابد که افزایش کیفیت اطلاعات بیشتر تحت تاثیر دستیابی به قابلیت پیش‌بینی سودهای آتی است، بنابراین کیفیت پیش‌بینی‌پذیری نسبت به سایر پروکسی‌های کیفیت سود بایستی تاثیر بیشتری بر هزینه سرمایه داشته باشد. به طور معکوس، اگر سرمایه‌گذاران معتقد باشند که افزایش کیفیت اطلاعات بیشتر تحت تاثیر دریافت سود تقسیمی و توزیع آن‌ها در دوره‌های گزارشگری است، پس کیفیت تعهدی-های حسابداری بایستی تاثیر بزرگ‌تری بر هزینه سرمایه داشته باشد. از سوی دیگر، می‌توان انتظار داشت که سودهای هموار در مقایسه با سود دارای نوسانات زیاد، از قابلیت پیش‌بینی بزرگ‌تری برخوردار است. بر اساس پژوهش‌های انجام گرفته (فرانسیس و همکاران، (۲۰۰۴)؛ (۲۰۰۵)؛ (۲۰۰۸)؛ ایزلی و اهارا، (۲۰۰۴)) در میان پروکسی‌های مختلف برای کیفیت سود، کیفیت اقدام تعهدی بیشترین ارتباط مستقیم را با ریسک

اطلاعاتی دارد. کیفیت در برگیرنده پراکندگی در ارتباط دادن سود به جریان وجوه نقد است. علاوه بر آن نوسان‌پذیری سود ارتباط مستقیمی با ریسک اطلاعاتی دارد، زیرا پایداری بیشتر سود با تداوم بیشتر جریان‌های سود ارتباط داشته و اگر سود با ثبات باشد پس نیازی نیست که سرمایه‌گذاران نگران باشند که سیاست جدید تقسیم سود تداوم خواهد داشت و این یکی از منابع عدم اطمینان را می‌کاهد.

بارث و همکاران (۲۰۰۹) بررسی تاثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش در شفافیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش در هزینه سرمایه می‌شود. رابطه منفی یافت شده در این پژوهش بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت اطلاعات حسابداری بسیار معنادارتر از روابط مختلف میان هزینه سرمایه و کیفیت سود پرداختند. استفاده از تکنیک تحلیل مسیر در بررسی روابط مختلف بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام نشان داد که کیفیت سود از طریق تاثیر خود بر عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند هزینه سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد. کوهن و همکاران (۲۰۰۸) با بررسی تاثیر کیفیت تعهدی‌ها بر هزینه سرمایه به این نتیجه رسیدند که شواهدی در رابطه با وجود عامل ریسک قیمت‌گذاری شده یافت نشده و کیفیت ارقام تعهدی و همچنین هموار بودن سود موجب کاهش در هزینه ضمنی سرمایه نمی‌شود. کیم و کیو<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۰) ضمن بررسی وجود و چگونگی تاثیرگذاری کیفیت سود (کیفیت ارقام تعهدی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام عادی، تاثیر شرایط اقتصاد کلان و چرخه‌های تجاری را بر کیفیت ارقام تعهدی مورد تحقیق قرار دادند. این نتایج در دو سطح بازده سهام منفرد و بازده پرتفوی نشان داد که کیفیت ارقام تعهدی متاثر از قیمت‌گذاری سهام مبتنی بر چرخه‌های تجاری و متغیرهای اقتصاد کلان می‌باشد. نتایج بیانگر این مسئله است که شرکت‌های با کیفیت پائین ارقام تعهدی بیشتر تحت تاثیر شرایط بد اقتصادی قرار می‌گیرند و در نتیجه هزینه سرمایه آنها تحت تاثیر قرار می‌گیرد. مک اینیس<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود تحت عنوان بررسی تاثیر هموار بودن سود بر بازده سهام



دریافت که میان هموار بودن سود و میانگین بازده سهام در طی دوره ۳۰ ساله رابطه‌ای مشاهده نمی‌شود. در واقع مالکان شرکت‌های با نوسانات در سود، پاداشی بابت افزایش در ریسک خود دریافت نکرده‌اند. همچنین رابطه یافت شده بین هزینه سرمایه و هموار بودن سود در پژوهش‌های پیشین به خوش‌بینی تحلیل‌گران قابل انتساب است.

وردی<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۶) با استفاده از معیاری جدید در برآورد هزینه سرمایه (در مقایسه با فرانسیس و همکاران ۲۰۰۴) نشان داد که افزایش در هموار بودن سود موجب کاهش در هزینه سرمایه شرکت‌ها نمی‌شود. هرچند ضریب متناظر با هموار بودن سود در رگرسیون برآوردی معنادار نیست با این حال علامت آن متفاوت از علامت به دست آمده از پژوهش‌های پیشین است. رسائیان و حسینی (۱۳۸۷) رابطه میان کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش کیفیت اقلام تعهدی در دو دسته اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که هزینه سرمایه شرکت‌ها تحت تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر نمی‌توان پذیرفت که بین هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی ضعیف و پایین، در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی خوب و مناسب، اختلاف معنی‌داری وجود دارد. کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) رابطه بین پنج ویژگی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود، به موقع بودن سود و محافظه‌کاری سود با هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش از تاثیر ویژگی‌های کیفی سود بر هزینه سرمایه سهام عادی خبر داد. با کنترل متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و ضریب تغییرات سود به عنوان ریسک عملیاتی، نتایج پژوهش وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های سود شامل پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن، به موقع بودن با هزینه سرمایه را نشان می‌دهد. با این وجود رابطه‌ای میان محافظه‌کاری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام یافت نشد. ثقفی و بلو (۱۳۸۸) به بررسی چهار ویژگی سود با هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته‌اند. در این پژوهش ارتباط چهار ویژگی سود

(کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن) با هزینه حقوق صاحبان سهام (مدل گوردون) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه منفی معنی‌دار بین هزینه حقوق صاحبان سهام و کیفیت ارقام تعهدی و قابلیت پیش‌بینی سود وجود ندارد. در مقابل وجود رابطه منفی معنی‌دار بین هزینه حقوق صاحبان سهام و پایداری سود و هموار بودن سود مورد تأیید قرار گرفت.

#### فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و سوال‌های که قبلاً مطرح گردید و با بهره‌گیری از یافته‌های پژوهش‌های مرتبط قبلی و وجود رابطه مستقیم بین ریسک و بازده سهام مورد انتظار سهامداران، فرضیه پژوهش به صورت زیر تبیین می‌گردد:

#### فرضیه اصلی:

(۱) بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ابعاد مختلف کیفیت سود رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

#### فرضیه‌های فرعی:

(۱) بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

(۲) بین تغییرپذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

(۳) بین ارقام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

- ۴) بین عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.
- ۵) بین پیش‌بینی پذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.
- ۶) بین هموار بودن سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

#### روش شناسی پژوهش

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری مورد مطالعه شامل کلیه شرکت‌های موجود در جامعه است که حائز معیارهای زیر باشند:

- ۱) پایان سال مالی پایان اسفند باشد و در طول سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۸ تغییر نکرده باشد.
  - ۲) شرکت از جمله شرکت‌های فعال در حوزه مالی نباشد.
  - ۳) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه پارامترها از سال ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۸ در دسترس باشد.
  - ۴) سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸) معامله شده باشد.
- در نهایت، با در نظر گرفتن شرایط فوق تعداد ۳۰۳ شرکت به عنوان جامعه مورد مطالعه انتخاب شد.



## متغیرهای پژوهش

## متغیر وابسته

به منظور اندازه‌گیری هزینه حقوق صاحبان سرمایه در این پژوهش از مدل ارزش‌گذاری گوردون استفاده شده است:

$$(۱) K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

بطوری که:  $P_0$ : قیمت سهم در ابتدای سال،  $D_1$ : سود سهام مورد انتظار سال آتی،  $K_e$ : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران،  $g$ : نرخ رشد مورد انتظار است. به منظور اندازه‌گیری نرخ رشد مورد انتظار از استفاده از میانگین هندسی رشد فروش ۵ ساله استفاده شده است زیرا رشد فروش در مقایسه با رشد سود پایدارتر و قابل پیش‌بینی‌تر است. این امر ناشی از تأثیرپذیری اندک فروش از رویه‌های حسابداری در مقایسه با سود است (داموداران ۲۰۰۲).

## متغیرهای مستقل

کیفیت ارقام تعهدی (AQ) به میزان نقدشوندگی ارقام تعهدی سود اشاره دارد. هر چه درجه نقدشوندگی ارقام تعهدی بالا باشد، کیفیت این ارقام بالاست.

(۲)

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \rho_{1,j} + \rho_{2,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \rho_{3,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \rho_{4,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \rho_{5,j} \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \rho_{6,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t} \delta_0$$

$TCA_{j,t}$ : کل ارقام تعهدی جاری شرکت  $j$  در سال  $t$ ، میانگین کل دارایی‌های شرکت  $j$  در سال‌های  $t$ ،  $CFO$ : جریان‌های نقدی عملیاتی،  $\Delta Rev_{j,t}$ : تغییرات درآمد در سال  $t$  نسبت به سال قبل،  $PPE_{j,t}$ : ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال  $t$  است. به این ترتیب برای هر شرکت در هر سال مقدار خطا (مقادیر باقیمانده) اندازه‌گیری می‌شود که مقدار خطا برابر است با تفاوت بین مقدار واقعی ارقام

تعهدی جاری و مقدار پیش‌بینی شده با استفاده از مدل رگرسیونی شماره (۲) برای آن شرکت. کیفیت ارقام تعهدی از طریق انحراف معیار مقادیر باقیمانده طی سال‌های (t-4 تا t<sub>0</sub>) اندازه‌گیری می‌شود که مقادیر زیاد (کم) کیفیت ارقام تعهدی بیانگر کیفیت پایین (بالا) ارقام تعهدی است.

**تغییر پذیری سود.** همانگونه که پیش از این بیان شد این شاخص کیفیت سود، معیاری از ثبات و دوام سود است. سودهای با دوام و با ثبات به دلیل استمرار آنها از دیدگاه سرمایه‌گذاران مطلوب می‌باشند. مطابق با نظر فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) تغییر پذیری سود از طریق انحراف معیار سود قبل از ارقام غیر مترقبه اندازه‌گیری می‌شود. در پژوهش حاضر از انحراف معیار ۵ ساله (t-4 تا t<sub>0</sub>) سود قبل از ارقام غیر مترقبه که بر کل دارایی‌ها در ابتدای سال تقسیم شده است، استفاده می‌شود:

$$(۳) \text{EarnVar} = \delta (\text{EBEI}_{j,t})$$

ارقام تعهدی اختیاری استفاده مدیریت از ارقام تعهدی (کمتر یا بیشتر از حد معمول) در گزارشگری سود را اندازه‌گیری می‌کند. بر اساس مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) سودی با کیفیت‌تر است که ارقام تعهدی اختیاری کمتری داشته باشد:

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left[ \frac{(\Delta REN_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{A_{i,t-1}} \right] + \alpha_2 \frac{(PPE_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 ROA + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

TAC کل ارقام تعهدی، A کل دارایی‌های شرکت در ابتدای سال،  $\Delta REN$  تغییر در درآمد فروش؛  $\Delta AR$  تغییر در حساب‌های دریافتی، PPE دارایی‌های ثابت مشهود است و ROA بازده دارایی‌ها است.

$$(۵) \text{ جریان نقدی عملیاتی} - \text{سود عملیاتی} = \text{کل ارقام تعهدی}$$

مدل رگرسیونی (۴) در سطح سال-صنعت برآورد می‌شود. مقادیر باقیمانده ( $\varepsilon_{i,t}$ ) نشان دهنده مقدار ارقام تعهدی اختیاری است که به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود.

$$AA = \overline{TAC} - TAC \quad (۶)$$

که در آن AA اقلام تعهدی اختیاری،  $TAC$  اقلام تعهدی واقعی و  $TAC$  اقلام تعهدی برآوردی با استفاده از مدل (۴) است.

عامل مشترک شاخص چهارم پژوهش است که از تحلیل عاملی سه معیار قبلی کیفیت اقلام تعهدی، تغییرپذیری سود و اقلام تعهدی اختیاری قبلی بدست می آید:

(۷) کیفیت اقلام تعهدی + تغییرپذیری سود + اقلام تعهدی اختیاری = عامل مشترک

نتیجه این معیار نحوه رتبه بندی معیارهای سه گانه را حفظ می کند. بنابراین ارزشهای بزرگتر عامل مشترک نشاندهنده کیفیت ضعیف سود می باشد.

قابلیت پیش بینی<sup>۱۹</sup> به عنوان توان سود در پیش بینی خود تعریف شده است که مطابق با فرانسیس و دیگران با استفاده از مدل اتورگرسیو زیر اندازه گیری می شود:

$$NIBE_{j,t} = \phi_{j,j} + \phi_{j,j} NIBE_{j,t-1} + v_{j,t} \quad (8)$$

انحراف معیار مقادیر باقیمانده مدل اتورگرسیو (۹) طی سالهای (t-4 تا t-1) اندازه قابلیت پیش بینی سود یک شرکت را برای سال t اندازه گیری می کند:

$$\text{Predictability} = \sqrt{\hat{\sigma}^2(v_j)} \quad (9)$$

هموار بودن سود<sup>۲۰</sup> به معنی یکنواخت بودن سود در سالهای مختلف است که در پژوهش حاضر به صورت زیر و با استفاده از داده های t-4 تا t اندازه گیری می شود:

$$\text{Smoothness} = \frac{\delta(NIBE_{j,t})}{\delta(CFO_{j,t})} \quad (10)$$

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای مستقل کنترل در این پژوهش در برگیرنده نمادهای مختلف ریسک موثر بر هزینه حقوق صاحبان سهام بر اساس پژوهش های قبلی (فرانسیس و دیگران ۲۰۰۴, ۲۰۰۸) شامل اندازه شرکت (Size)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) و عملکرد (ROA) می باشند. اندازه شرکت از طریق لگاریتم کل دارایی های شرکت، نسبت BM از طریق

تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار پایان سال حقوق صاحبان سهام و سرانجام بازده دارایی‌ها (ROA) از طریق تقسیم سود قبل از اقلام غیرعادی و غیر مترقبه بر کل دارایی‌ها در ابتدای سال اندازه‌گیری می‌شوند.

### مدل‌های رگرسیونی

به منظور آزمون تاثیر هر یک از ابعاد کیفیت سود بر هزینه سرمایه از مدل رگرسیونی (۱۲) استفاده می‌شود:

(۱۱)

$$CofC_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 EarningQuality_{j,t} + \beta_2 ROA_{j,t} + \beta_3 size_{j,t} + \beta_4 BM_{j,t} + e_{j,t}$$

که در آن  $CofC_{j,t}$  هزینه حقوق صاحبان سهام و  $EarningsQuality$  ابعاد کیفیت سود می‌باشد. تاثیر نهایی هر یک از ابعاد کیفیت سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام با استفاده از مدل (۱۲) برآورد می‌گردد که تاثیر تمامی ابعاد کیفیت سود را بر هزینه حقوق صاحبان سهام به صورت همزمان می‌سنجد:

$$CofC_{j,t} = \beta_0 + \sum_6^1 \beta \sum EarningQuality_{j,t} + \beta_7 ROA_{j,t} + \beta_8 size_{j,t} + \beta_9 BM_{j,t} + e_{j,t} \quad (12)$$

### نتایج

در این بخش نتایج حاصل از برآورد پارامترها، مدل‌ها و آزمون فرضیات ارائه می‌شود. در بخش نخست آماره‌های توصیفی پژوهش و در بخش دوم نتایج حاصل از برآورد مدل‌ها نتیجه آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود.

## آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. هزینه حقوق صاحبان سهام عادی (هزینه حقوق مالکانه) که با استفاده از مدل گوردون اندازه‌گیری شده است، دارای میانگین ۲۴,۸٪ است. در پژوهش حاضر میانگین هزینه سرمایه کوچکتر از ارقام یافت شده توسط ثقفی و بلو (۱۳۸۸) است. با توجه به یکسان بودن روش اندازه‌گیری، این تفاوتها را می‌توان به تفاوت در اندازه و دوره پژوهش منتسب نمود.<sup>۲۱</sup>

ارقام مشابه در پژوهش ثقفی و بلو (۱۳۸۸) ۰,۶ برای کیفیت اقلام تعهدی، ۰,۰۸ [کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶: ۰,۴۲] برای پیش‌بینی پذیری و ۰,۹۷ برای هموار بودن سود بوده است. سایر متغیرهای پژوهش در مطالعات مشابه داخلی مورد استفاده قرار نگرفته‌اند.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی پژوهش							
متغیر	میانگین	انحراف معیار	٪۱۰	چارک اول	میانه	چارک سوم	٪۹۰
هزینه حقوق مالکانه	0.248	0.186	0.093	0.124	0.221	0.331	0.448
کیفیت اقلام تعهدی	0.083	0.084	0.010	0.008	0.024	0.059	0.114
تغییرپذیری سود	0.127	0.145	0.035	0.054	0.090	0.151	0.237
اقلام تعهدی اختیاری	0.106	0.096	0.000	0.015	0.038	0.077	0.149
عامل مشترک	0.408	0.821	-0.526	-0.103	0.403	0.897	1.354
پیش‌بینی‌پذیری سود	0.112	0.133	0.027	0.046	0.077	0.138	0.225
لگاریتم هموار بودن سود	0.640	0.769	-0.249	0.156	0.558	1.064	1.583
اندازه شرکت	5.280	0.573	4.600	4.906	5.258	5.598	5.988
Log BM	0.305	0.616	-0.268	0.063	0.333	0.644	0.924
بازده دارایی‌ها	0.111	0.219	-0.102	0.022	0.099	0.207	0.364



جدول (۲) نتایج همبستگی میان متغیرها را نشان می‌دهد. جدول نشان می‌دهد که کیفیت ارقام تعهدی با هزینه حقوق مالکانه فاقد رابطه معنادار در دو نوع همبستگی است، با این حال با شاخص دوم هزینه حقوق مالکانه که نسبت قیمت به درآمد است دارای رابطه معنادار و منفی در سطح ۹۹٪ اطمینان است. به این معنی که کیفیت بالاتر ارقام تعهدی با نرخ کوچکتر هزینه حقوق مالکانه همراه است. بنابراین، مطابق با فرضیه‌های پژوهش، با افزایش کیفیت ارقام تعهدی از هزینه سرمایه کاسته می‌شود.

همچنین ارقام تعهدی اختیاری رابطه منفی و معناداری (در سطح ۹۹٪ اطمینان) با هزینه حقوق مالکانه دارد یعنی با افزایش ارقام تعهدی اختیاری در گزارشگری سود از نرخ هزینه سرمایه کاسته می‌شود. واکنش سرمایه‌گذاران به مدیریت سود مطابق با انتظار نیست. هرچند تحلیل دقیق‌تر نتایج در رگرسیون‌های چند متغیره امکان‌پذیر است با این حال در توجیه این یافته می‌توان بیان کرد که سرمایه‌گذاران عمدتاً در ارزیابی شرکت دیدگاهی کوتاه مدت اتخاذ می‌کنند و بنابراین ترجیح می‌دهند از منافع کوتاه مدت مدیریت سود بهره‌مند گردند. همچنین ممکن است سرمایه‌گذاران از ارقام تعهدی اختیاری برداشت رفتار فرصت طلبانه مدیریت را نداشته باشند.

اندازه شرکت دارای رابطه مثبت و معناداری با هزینه حقوق مالکانه است. یعنی سرمایه‌گذاران، شرکت‌های بزرگتر را پر ریسک‌تر ارزیابی می‌کنند. اغلب ابعاد مختلف کیفیت سود دارای رابطه مثبت و معناداری با یکدیگر می‌باشند. به این معنی که با کاهش در یک بعد از کیفیت سود، سایر ابعاد کیفیت سود نیز کاهش می‌یابند.

جدول (۲): همبستگی میان متغیرهای پژوهش

متغیر	هزینه حقوق مالکانه	کیفیت اقلام تعهدی	تغییر پذیری سود	اقلام تعهدی اختیاری	عامل مشترک	پیش بینی پذیری سود	لگاریتم هموار بودن سود	اندازه شرکت	Log BM	بازده دارایی‌ها
هزینه حقوق مالکانه	1									
کیفیت اقلام تعهدی	0.023	1								
تغییر پذیری سود	0.016	.085(**)	1							
اقلام تعهدی اختیاری	-.104(**)	-0.038	-0.033	1						
عامل مشترک	0.007	-0.014	.189(**)	0.012	1					
پیش بینی - پذیری سود	0.019	.105(**)	.854(**)	-0.012	-0.064(**)	1				
لگاریتم هموار بودن سود	-0.005	.060(*)	0.011	-0.029	0.007	0.008	1			
اندازه شرکت	.104(**)	0.000	-.060(**)	0.032	.157(**)	-.075(**)	-0.012	1		
Log BM	0.047	0.055	.197(**)	-.056(*)	0.040	.188(**)	-0.019	-0.017	1	
بازده دارایی‌ها	.379(**)	-0.022	.108(**)	-0.045	-0.044	.146(**)	-0.036	.114(**)	.308(**)	1

ارقام بالای قطر اصلی، همبستگی پیرسون (پارامتریک) و ارقام پایین جدول همبستگی‌های اسپیرمن (ناپارامتریک)

\* همبستگی در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است.

\*\* همبستگی در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار است.



### برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها

#### مدل‌های در بردارنده یک بعد کیفیت سود

جداول (۳) تا (۷) نتایج برآورد مدل رگرسیونی را برای هر یک از ابعاد کیفیت سود نمایش می‌دهد. در این مدل، متغیر وابسته هزینه حقوق مالکانه و متغیر مستقل ابعاد کیفیت سود است. همچنین، سه متغیر اندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده دارایی‌ها به عنوان متغیر کنترلی در مدل حضور دارند. تمامی شش مدل برآوردی در سطح اطمینان ۹۹٪ از نظر آماری معنی‌دار هستند. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل‌ها در دامنه ۱۴٫۵٪ تا ۱۲۴٪ قرار دارد که بالاترین ضریب تعیین مربوط به مدل کیفیت ارقام تعهدی و پایین‌ترین ضریب کیفیت مربوط به عامل مشترک و پیش‌بینی‌پذیری سود است.

#### آزمون فرضیه اول و نتایج آن

فرضیه اول این پژوهش به شرح "بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد" می‌باشد.

جدول (۳) نتایج برآورد رگرسیون شماره (۱۱) هزینه حقوق صاحبان سهام را بر کیفیت ارقام تعهدی به همراه سه متغیر کنترلی اندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده دارایی‌ها نمایش می‌دهد. همانگونه که نتایج این جدول نشان می‌دهد، ضریب متناظر با کیفیت ارقام تعهدی برابر با ۰٫۱۲۲ واحد است که در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است. به این ترتیب کیفیت ارقام تعهدی رابطه مثبت و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. نحوه اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی به گونه‌ای است که مقادیر بزرگتر AQ به معنی کیفیت پایین‌تر ارقام تعهدی است. به این ترتیب فرضیه نخست پژوهش که رابطه معکوس و معناداری میان هزینه سرمایه و کیفیت ارقام تعهدی را پیش‌بینی می‌نمود، تایید می‌شود. کیفیت بالاتر ارقام تعهدی با هزینه پایین‌تر حقوق صاحبان سرمایه همراه است.



ضریب متناظر با سه متغیر کنترلی اندازه، ارزش بازار و بازده دارایی‌ها نیز در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار می‌باشند. اندازه شرکت با هزینه سرمایه رابطه مثبت دارد. به این معنی که با افزایش اندازه شرکت، هزینه سرمایه شرکت نیز افزایش می‌یابد. ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام منعکس کننده فرصت رشد پیش‌روی شرکت‌ها است. هر چه این نسبت بزرگتر باشد، نشان دهنده امکان رشد بیشتر شرکت در آینده است. شرکت‌های در حال رشد در مقایسه با شرکت‌های بالغ، ریسک بیشتری را به سرمایه‌گذاران خود تحمیل می‌کنند (فرانسیس و دیگران (۲۰۰۸)). بنابراین طبیعی است که سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها در مقایسه با سایر شرکت‌ها، بازده بالاتری را مطالبه نمایند.

بازده دارایی‌ها به نمایندگی از عملکرد شرکت به عنوان سومین متغیر کنترلی در مدل وارد شده است. برخلاف انتظار، علامت بازده دارایی‌ها مثبت است. به این معنی که شرکت‌های با عملکرد مطلوبتر، هزینه سرمایه بالاتری دارند. حال آنکه بر اساس تئوری‌ها، شرکت‌های داری عملکرد مطلوب از دید سرمایه‌گذاران کم ریسک‌تر بوده و بنابراین بازده پایین‌تری از این شرکت‌ها مطالبه می‌شود.

جدول (۳): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر کیفیت اقلام تعهدی			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۸۸	-۱,۷۶۹	۰,۰۷۷
کیفیت اقلام تعهدی (AQ)	۰,۱۲۲	۲,۳۵۱	۰,۰۱۹
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۵۸	۶,۳۳۵	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۳۷	۳,۵۹۴	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰,۳۶۷	۱۱,۲۳۴	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۴۵	آماره F	۴۶,۲۸۴
آماره دوربین واتسون	۱,۹۴۴		

## آزمون فرضیه دوم و نتایج آن

فرضیه دوم این پژوهش به شرح "بین تغییرپذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد." می باشد.

جدول (۴) نتایج برآورد رگرسیون شماره (۱۱) را برای تغییرپذیری سود نمایش می-دهد. همانگونه که نتایج نشان می دهد ضریب برآوردی برای تغییرپذیری سود از نظر آماری معنادار نیست. به این مفهوم که تغییرپذیری سود تاثیری بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام ندارد. به این ترتیب، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معکوس و معنادار میان هزینه حقوق صاحبان سهام و تغییرپذیری سود تایید نمی شود. نتایج یافت شده برای متغیرهای کنترلی مشابه نتایج جدول (۳) است.

جدول (۴): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر تغییرپذیری سود			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۴۱	-۰,۹۰۳	۰,۳۶۶
تغییرپذیری سود (EarnVar)	۰,۰۴۵	۱,۲۴۵	۰,۲۱۳
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۵۰	۵,۸۹۱	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۲۴	۲,۸۸۴	۰,۰۰۴
بازده دارایی ها (ROA)	۰,۳۲۹	۱۱,۲۵۲	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۲۵	آماره F	۴۴,۳۹۸
آماره دوربین واتسون	۱,۹۱۶		

## آزمون فرضیه سوم و نتایج آن

فرضیه سوم این پژوهش به شرح "بین اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد." می باشد.

جدول (۵) نتایج برآورد رگرسیون شماره (۱۱) را برای اقلام تعهدی اختیاری نمایش می دهد. هر چند ضریب این متغیر در مدل رگرسیونی از نظر آماری معنی دار است اما این



ضریب منفی است. به این معنی که در دامنه ارقام تعهدی اختیاری مثبت (مدیریت سود افزایشی)، هزینه سرمایه و ارقام تعهدی اختیاری رابطه معکوسی دارند. یعنی با افزایش مدیریت سود افزایشی، از هزینه سرمایه کاسته می‌شود. در دامنه ارقام تعهدی اختیاری منفی (مدیریت سود کاهششی) با افزایش مدیریت سود کاهششی، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. به این ترتیب، فرضیه سوم که وجود رابطه معکوس و معنی دار بین ارقام تعهدی اختیاری و نماینده‌های هزینه سرمایه را پیش‌بینی می‌نمودند نمی‌توان تایید کرد. از آنجا که مدیریت سود افزایشی به معنی افزایش تصنعی در سود و مدیریت سود کاهششی به معنی کاهش تصنعی در سود است، مشخص می‌شود که سرمایه‌گذاران بیشترین تمرکز خود را بر مقدار سود گزارش شده و نه جریانهای نقدی واقعی قرار می‌دهند.

جدول (5): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر ارقام تعهدی اختیاری			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۵۷	-۱,۲۲۳	۰,۲۲۲
ارقام تعهدی اختیاری (AA)	-۰,۱۳۲	۳,۸۶۴	۰,۰۰۰
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۵۳	۶,۰۴۱	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۲۶	۳,۱۵۵	۰,۰۰۲
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰,۳۱۳	۱۰,۷۱۵	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۱۳۵ آماره F ۴۶,۹۹۱			
آماره دوربین واتسون ۱,۹۶۵			

### آزمون فرضیه چهارم و نتایج آن

فرضیه چهارم این پژوهش به شرح "بین عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد." می‌باشد.

جدول (۶) نتایج برآورد رگرسیون شماره (۱۱) را برای عامل مشترک نمایش می‌دهد. همانگونه که نتایج نشان می‌دهد ضریب برآوردی برای عامل مشترک از نظر آماری معنادار

نیست. به این مفهوم که عامل مشترک تأثیری بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام ندارد. به این ترتیب، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معکوس و معنادار میان هزینه حقوق صاحبان سهام و عامل مشترک تأیید نمی‌شود.

جدول (۶): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر عامل مشترک			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۴۵	-۰,۹۸۲	۰,۳۲۶
عامل مشترک (CF)	-۰,۰۰۱	-۰,۲۲۵	۰,۸۲۲
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۵۱	۵,۸۲۶	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۲۳	۲,۸۳۰	۰,۰۰۵
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰,۳۲۰	۱۱,۱۶۰	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۱۲۴ آماره F ۴۳,۴۶۵			
آماره دوربین واتسون ۱,۹۲۰			

### آزمون فرضیه پنجم و نتایج آن

فرضیه پنجم این پژوهش به شرح "بین پیش‌بینی پذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد" می‌باشد. پیش‌بینی‌پذیری سود نیز یکی دیگر از ابعاد کیفیت سود است که نمی‌توان تأثیر آن را بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأیید کرد. همانگونه که نتایج ارائه شده در جدول (۷) نمایش می‌دهد، ضریب برآوردی برای پیش‌بینی‌پذیری نزدیک به صفر است. بر اساس این نتایج، فرضیه پنجم پژوهش که رابطه معکوس و معناداری میان هزینه سرمایه و پیش‌بینی‌پذیری را بیان می‌کرد، تأیید نمود.

جدول (۷): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر پیش‌بینی پذیری سود			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۴۵	-۰,۹۷۶	۰,۳۲۱۹
پیش‌بینی پذیری (Predictability)	۰,۰۰۰	۰,۰۱۲	۰,۹۹۰
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۵۰	۵,۸۷۲	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۲۳	۲,۸۴۹	۰,۰۰۴
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰,۳۲۱	۱۰,۹۹۴	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۱۲۴ آماره F ۴۳,۶۶۰			
آماره دوربین واتسون ۱,۹۲۲			

### آزمون فرضیه ششم و نتایج آن

فرضیه ششم این پژوهش به شرح "بین هموار بودن سود و هزینه حقوق صاحبان سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد." می باشد.

آخرین رابطه‌ای که در این پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است، تاثیر هموار بودن سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام است. نتایج آزمون این رابطه در جدول (۸) نمایش داده شده است. بر اساس نتایج این جدول ضریب برآوردی برای هموار بودن مثبت و از نظر آماری در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است. یعنی با بزرگتر شدن اندازه متغیر هموار بودن بر میزان هزینه سرمایه نیز افزوده می‌شود. مقادیر بزرگتر برای هموار بودن به معنی پایین تر بودن ویژگی مطلوب هموار بودن سود است. به این ترتیب فرضیه ششم پژوهش که رابطه معکوس و معناداری میان هموار بودن و هزینه حقوق صاحبان سهام را پیش بینی می نمود تایید می‌شود.



جدول (۸): رگرسیون هزینه حقوق صاحبان سهام بر هموار بودن سود			
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰,۰۰۸	-۰,۱۸۷	۰,۸۵۹
هموار بودن (Smoothness)	۰,۰۰۱	۲,۵۲۹	۰,۰۱۲
اندازه شرکت (Size)	۰,۰۴۲	۴,۷۵۸	۰,۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)	۰,۰۳۳	۳,۹۰۷	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰,۳۳۵	۱۱,۴۰۷	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۱۳۸ آماره F ۴۵,۱۰۷			
آماره دوربین واتسون ۱,۸۹۷			

استنباط دقیق‌تر در رابطه با فرضیه‌های پژوهش هنگامی امکان‌پذیر است که تاثیر همزمان تمامی ابعاد کیفیت سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام سنجیده شود. بررسی همزمان تاثیر ابعاد کیفیت سود از این جهت اهمیت دارد که وجود روابط متقابل میان ابعاد مختلف کیفیت سود می‌تواند رابطه و تاثیر آنها را بر هزینه حقوق صاحبان سهام دستخوش تغییر نماید. جدول (۹) نتایج برآورد مدل رگرسیونی شماره (۱۲) را نمایش می‌دهد. در برآورد این مدل از رگرسیون گام به گام (مرحله‌ای) استفاده شده است. در رگرسیون گام به گام، در مرحله نخست، یک یا گروهی از متغیرهای مستقل وارد مدل می‌شوند و در مراحل بعدی به ترتیب سایر متغیرهای مستقل وارد مدل می‌شوند. استفاده از رگرسیون مرحله‌ای امکان مشاهده تاثیرات متقابل متغیرهای مستقل بر یکدیگر و همچنین تغییر ضریب تعیین تعدیل شده مدل در اثر ورود متغیر جدید را فراهم می‌آورد.

### برآورد مدل کامل

سطر نخست این جدول نتایج برآورد مدل رگرسیونی را نمایش می‌دهد که تنها در بر دارنده کیفیت اقلام تعهدی به عنوان متغیر مستقل است. از آنجا که متغیرهای کنترلی وارد مدل نشده‌اند، این بعد کیفیت سود با هزینه حقوق صاحبان سهام فاقد رابطه معنی‌دار است



و مدل برآوردی از نظر آماری معنادار نمی‌باشد. در سطور ۲ تا ۶ به ترتیب ۵ بعد دیگر کیفیت سود وارد مدل می‌شوند و در نهایت در سطر ۷، سه متغیر کنترلی نیز وارد مدل می‌شوند. ورود هر متغیر مستقل جدید موجب تغییر در ضرایب برآوردی برای متغیرهای مستقلی می‌شود که پیش از این وارد مدل شده‌اند. همچنین با ورود متغیرهای جدید ضریب تعیین مدل نیز تغییر می‌کند.

با مشاهده در نتایج نمایش داده شده در سطر ۶ جدول (۹) مشخص می‌شود که شش بعد کیفیت سود در صورت عدم حضور متغیرهای کنترلی تنها قادر به تبیین ۳،۴٪ از هزینه حقوق صاحبان سهام هستند و در میان این شش بعد کیفیت سود، تنها اقلام تعهدی اختیاری، پیش‌بینی‌پذیری و هموار بودن دارای رابطه معنی‌داری با هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشند. با ورود متغیرهای کنترلی در سطر ۷، ضرایب برآوردی برای ابعاد کیفیت سود دستخوش تغییرات اساسی می‌شود به صورتی که از میان ۶ بعد کیفیت سود، ۵ کیفیت سود دارای رابطه معنی‌داری با هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود و تنها عامل مشترک است که فاقد رابطه معنی‌دار با هزینه حقوق مالکانه است.

نکته قابل توجه، معنادار بودن رابطه تغییرپذیری سود و پیش‌بینی‌پذیری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام است که در برآورد مدل رگرسیون شماره (۱۱)، این رابطه‌ها معنادار نبود. همچنین علامت ضرایب برآوردی برای این دو بعد کیفیت سود مطابق با پیش‌بینی‌ها و فرضیه‌های پژوهش است. به این معنی که این دو بعد کیفیت سود نیز دارای رابطه معکوس و معنی‌داری با هزینه سرمایه می‌باشند و با بهبود آنها از هزینه حقوق مالکانه کاسته می‌شود. نتایج سایر ابعاد کیفیت سود و متغیرهای کنترلی با نتایج بیان شده قبلی مشابه است.

جدول (۹): رگرسیون همزمان شش بعد کیفیت سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام											
$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AQ_{it} + \beta_2 EarnVar_{it} + \beta_3 AA_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 Predic_{it} + \beta_6 Smooth_{it} + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 ROA_{it} + e_{it}$											
Adj R <sup>2</sup>	ROA	BM	Size	Smooth	Predic	CF	AA	EarnVar	AQ	Intercept	
0.000 (0.273)									0.060 (0.273)	0.270 (0.000)	Coefficients (P value)
0.002 (0.172)								0.066 (0.128)	0.051 (0.355)	0.263 (0.000)	Coefficients (P value)
0.020 (0.000)							-0.178 (0.000)	0.062 (0.146)	0.105 (0.062)	0.262 (0.000)	Coefficients (P value)
0.019 (0.000)						0.002 (0.739)	-0.179 (0.000)	0.061 (0.153)	0.105 (0.063)	0.261 (0.000)	Coefficients (P value)
0.024 (0.000)					0.250 (0.014)	0.010 (0.185)	-0.179 (0.000)	0.164 (0.106)	0.099 (0.080)	0.258 (0.000)	Coefficients (P value)
0.034 (0.000)				.000 (0.001)	0.249 (0.014)	0.011 (0.150)	-0.173 (0.000)	0.162 (0.108)	0.098 (0.081)	0.258 (0.000)	Coefficients (P value)
0.178 (0.000)	0.392 (0.000)	0.056 (0.000)	0.052 (0.000)	0.000 (0.033)	0.352 (0.000)	0.007 (0.333)	-0.099 (0.010)	0.352 (0.000)	0.117 (0.037)	-0.057 (0.297)	Coefficients (P value)

### نتیجه گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی تاثیر شش بعد متفاوت کیفیت سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام بوده است. این شش بعد کیفیت سود عبارتند از کیفیت اقلام تعهدی، تغییرپذیری سود، اقلام تعهدی اختیاری، عامل مشترک، پیش‌بینی‌پذیری سود و هموار بودن سود. بر اساس این دیدگاه شش فرضیه پژوهش تدوین گردید و با استفاده از مدل‌های آماری مناسب آزمون شدند. نتایج به دست آمده نشان داد که از میان شش بعد کیفیت سود، چهار بعد کیفیت اقلام تعهدی، تغییرپذیری سود، پیش‌بینی‌پذیری سود و هموار بودن سود دارای رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه می‌باشند. هرچند رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام معنادار است با این وجود، علامت این رابطه مطابق با انتظارات نیست. همچنین رابطه معناداری میان عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سهام مشاهده نشد. خلاصه فرضیه‌ها و نتایج آزمون آنها در جدول (۱۰) ارائه شده است:

جدول (۱۰): خلاصه فرضیه‌ها و نتایج آزمون آنها	
فرضیه	نتیجه آزمون
وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سهام	تایید فرضیه
وجود رابطه معکوس و معنادار بین تغییرپذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام	تایید فرضیه
وجود رابطه معکوس و معنادار بین اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام	رد فرضیه
وجود رابطه معکوس و معنادار بین عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سهام	رد فرضیه
وجود رابطه معکوس و معنادار بین پیش‌بینی پذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام	تایید فرضیه
وجود رابطه معکوس و معنادار بین هموار بودن سود و هزینه حقوق صاحبان سهام	تایید فرضیه

از میان این شش بعد کیفیت سود، تاثیر کیفیت اقلام تعهدی، پیش‌بینی‌پذیری و هموار بودن سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام در پژوهش ثقفی و بلو (۱۳۸۸) مورد مطالعه قرار گرفت. مشابه با پژوهش حاضر، ثقفی و بلو نیز رابطه معکوس معنی‌داری میان پیش‌بینی-پذیری و هموار بودن سود و هزینه حقوق صاحبان سهام گزارش کردند. با این حال آنها نتوانستند رابطه‌ای میان کیفیت اقلام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سرمایه بیابند. تفاوت بارز پژوهش حاضر با ثقفی و بلو (۱۳۸۸) در اندازه بزرگتر نمونه و استفاده از سه شاخص دیگر کیفیت سود است. به هر حال، بزرگتر بودن اندازه نمونه قابلیت اتکای نتایج پژوهش حاضر را افزایش می‌دهد.

همچنین کردستانی و مجدلی (۱۳۸۶) نیز به بررسی رابطه پنج بعد کیفیت سود و هزینه سرمایه پرداخته‌اند که در این میان، بعد پیش‌بینی‌پذیری با پژوهش حاضر مشترک است. کردستانی و مجدلی نیز نتوانستند رابطه منفی و معناداری میان پیش‌بینی‌پذیری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام بیابند. سایر ابعاد کیفیت مورد مطالعه در این دو پژوهش متفاوت است.

تفاوت بارز پژوهش حاضر در مقایسه با پژوهش‌های مشابه انجام شده در داخل کشور آن است که نمونه بسیار بزرگتری از شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌است. همچنین

داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نظر سری زمانی طولانی‌تر بوده و اطلاعات سالهای اخیر را نیز در تحلیلهای خود مورد استفاده قرار داده‌است.

در میان پژوهش‌های مشابه انجام شده در سایر کشورها، پژوهش‌های فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) نزدیکتر به پژوهش حاضر محسوب می‌شوند. فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴) رابطه بین هفت بعد کیفیت سود و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند که در این میان سه بعد کیفیت ارقام تعهدی، پیش‌بینی‌پذیری و هموار بودن سود مشترک است. نتایج این پژوهش رابطه معکوس بین دو بعد کیفیت ارقام تعهدی و هموار بودن سود را مورد تایید قرار داد. فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند که در این پژوهش نیز مورد تایید قرار گرفت. در سال ۲۰۰۸، فرانسیس و همکاران به بررسی رابطه چهار بعد کیفیت سود و هزینه حقوق سرمایه پرداختند. این چهار بعد کیفیت سود عبارتند از کیفیت ارقام تعهدی، تغییرپذیری سود، ارقام تعهدی اختیاری و عامل مشترک. نتایج این پژوهش نشان داد این چهار بعد کیفیت سود رابطه معکوس و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارند.

همانگونه که نتایج حاصل پژوهش نشان می‌دهد برخی از ویژگی‌های سود دارای محتوای اطلاعاتی است و با هزینه حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معنادار می‌باشد و این در حالیست که برخی دیگر از این ویژگیها دارای محتوای اطلاعاتی نیست و در تصمیمات سرمایه‌گذاران به عنوان اطلاعات مربوط تلقی نمی‌شود. بطور کلی نتایج پژوهش حاضر با نتایج بسیاری از پژوهش‌های انجام شده در این حوزه در داخل و خارج از کشور سازگار است.

حال با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

۱) طبق یافته‌های پژوهش، ویژگی‌های کیفیت ارقام تعهدی و تغییرپذیری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معنادار دارند. بنابراین بنظر می‌رسد در

مباحث مربوط به ارزش‌گذاری شرکت‌ها و ریسک‌های سرمایه‌گذاری، در کنار سایر عوامل موثر، به این دو ویژگی مهم سود توجه شود.

(۲) با توجه به رابطه معنادار میان پیش‌بینی پذیری و هموار بودن سود با هزینه حقوق صاحبان سهام، پیشنهاد می‌گردد در ارزیابی و محاسبه قیمت سهام، بر مدلها و الگوهای تاکید گردد که به سود شرکت‌ها اتکا دارند.

(۳) با توجه به مفاهیم نظری گزارشگری مالی، یکی از خصوصیات کیفی اطلاعات مالی مربوط بودن است. اطلاعاتی مربوط تلقی می‌شود که قابلیت پیش‌بینی داشته باشد بنابراین با توجه به تأیید فرضیه پنج پژوهش بنظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران باید تاکید بیشتری روی این موضوع داشته باشند.

#### پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

نتایج پژوهش حاضر نشان داد که بین ابعاد مختلف کیفیت سود و هزینه سرمایه رابطه وجود دارد. بر اساس ادبیات پژوهش علاوه بر کیفیت گزارشگری مالی عوامل دیگری نیز بر هزینه سرمایه تاثیر گذار است که تاثیر برخی از این عوامل تحت عنوان متغیرهای کنترلی مورد توجه قرار گرفت. با این وجود نتایج به دست آمده نیز نشان داد که متغیرهای مستقل و کنترلی استفاده شده، تمامی عوامل تاثیرگذار بر هزینه سرمایه را در بر نمی‌گیرد. پیشنهادات پژوهشی که در ادامه می‌آید بر خواسته از مباحث نظری و نتایج پژوهش است:

(۱) بر اساس مبانی نظری، یکی از عوامل تاثیرگذار بر رابطه بین هزینه سرمایه و کیفیت اطلاعات گزارش شده، تاثیر صنعت فعالیت واحدهای تجاری است. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تاثیر صنعت بر رابطه بین هزینه سرمایه و کیفیت اطلاعات مورد بررسی قرار گیرد.

(۲) در ادبیات تحقیق تاکید شده است که علاوه بر کیفیت اطلاعات، سطح و کیفیت افشا شرکت‌ها نیز می‌تواند هزینه تامین مالی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد. با

توجه به انتشار امتیاز کیفیت افشا شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، پیشنهاد می‌شود در پژوهش دیگری رابطه بین کیفیت افشا شرکتی و هزینه سرمایه مورد مطالعه قرار گیرد.

(۳) پذیرش تاثیر کیفیت اطلاعات بر هزینه سرمایه به این مفهوم است که عوامل تاثیرگذار بر کیفیت اطلاعات باید مورد توجه خاص بازار سرمایه و فعالان در این بازار قرار گیرد. با توجه به اهمیت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در گزارشگری شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تاثیر توامان حاکمیت شرکتی و کیفیت سود بر هزینه سرمایه مورد مطالعه قرار گیرد.

(۴) تاثیر کیفیت سود بر هزینه سرمایه را می‌توان به معنای پیامد اقتصادی گزارشگری مالی تفسیر نمود. پژوهش‌هایی که بتوانند به شکل دیگری محتوای اطلاعاتی در نتیجه پیامد اقتصادی کیفیت گزارشگری مالی را مورد تایید قرار دهند، شواهدی اضافی در تایید یافته‌های پژوهش حاضر خواهند بود. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی این پیامدهای اقتصادی را از طریق بررسی تاثیر کیفیت سود بر بازده سهام و ریسک شرکت‌ها (برای مثال، بتا) مورد آزمون قرار دهند.

(۵) علاوه بر ابعاد کیفیت مورد مطالعه در این پژوهش، ویژگی‌های دیگری مانند محافظه‌کاری، مربوط بودن، به موقع بودن و مقایسه‌پذیری نیز به عنوان ابعاد دیگری از کیفیت سود در ادبیات پژوهش مورد توجه قرار گرفته‌اند. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی رابطه بین دیگر ابعاد کیفیت سود و هزینه سرمایه مورد مطالعه قرار گیرد.

#### یادداشت‌ها

1. Financial Accounting Standards Board (FASB)
2. Barth & Landsman
3. Cohen
4. Barone



5. Dechow & Dichev
6. Penman
7. Harris
8. Revsine & et al
9. Richardson
10. De Angelo
11. Lipe
12. Lee
13. Ronen & Sadan
14. Chaney & Lewis
15. Demski
16. Kim & Qi
17. McInnis
18. Verdi
- 19 Predictability
- 20 Smoothness

<sup>۲۱</sup> کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) رقم ۹٪ را به عنوان میانگین هزینه سرمایه گزارش کرده‌اند. با توجه به این که نرخ سود بدون ریسک در طی سال‌های گذشته حدود ۱۵٪ بوده است، رقم ۹٪ به عنوان هزینه سرمایه چندان منطقی به نظر نمی‌رسد.

#### فهرست منابع

- ۱) رسائیان، امیر و حسینی، وحید (۱۳۸۷) رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷، از صفحه ۶۷ تا ۸۴.
- ۲) ثقفی، علی و بلو، قاسم (۱۳۸۸)، هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ۴-۲۸.
- ۳) کردستانی، غلامرضا و مجدی، ضیاءالدین (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴ شماره ۴۸، ۸۵-۱۰۴.
- 4) Barone, J.G. 2003. Perceptions of earnings quality and their associations with the cost of equity capital. Working paper. The University of Texas at Austin.
- 5) Barth, M.E, Konchitchki, Y, and Landsman W.R. 2009., Cost of Capital and Earnings Transparency, Working Paper.



- 6) Barth, M., and W. Landsman. 2003 . Cost of capital and the quality of financial statement information. Working paper, Stanford University and The University of North Carolina at Chapel Hill.
- 7) Bhattacharya, N, Desai, H., and Venkataraman, K .2009. Earnings Quality and Information Asymmetry, Working Paper
- 8) Cohen, D. 2003. Quality of financial reporting choice: Determinants and economic consequences. Working paper, Northwestern University.
- 9) Cohen, D. 2008. Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 15 \_2\_: 69-90.
- 10) Collins, D. and S.P. Kothari. 1989. An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-181.
- 11) Damodaran, Aswath .2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, Publisher: Wiley; 2nd edition.
- 12) Dechow, P. and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, supplement: 35-59.
- 13) Francis, J., D.J.Nanda and P. Olsson. 2008. Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 46, 53-99.
- 14) Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79, 4: 967-1010.
- 15) Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 2: 295-327.
- 16) Harris, T., E. Huh and P. Fairfield. 2000. Gauging profitability on the road to valuation. Strategy Report, Global Valuation and Accounting, Morgan Stanley Dean Witter.
- 17) Kim, D and Qi .2010. Accruals Quality, Stock Returns, and Macroeconomic Conditions, *THE ACCOUNTING REVIEW*, Vol. 85, No. 3, pp. 937-978
- 18) Lee, C. 1999. Accounting-based valuation: impact on business practices and research. *Accounting Horizons* 13, 4: 413-425.
- 19) Lipe, R. 1990. The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. *The Accounting Review* 65,1 : 49-71.
- 20) McInnis, J .2009, Earnings Smoothness, Average Returns, and Implied Cost of Equity Capital, Working Paper.
- 21) Penman, S. 2001. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw Hill/Irwin.
- 22) Verdi, R. 2006. Information environment and the cost of equity capital. Working Paper, Massachusetts Institute of Technology